

**Институт за пазарна икономика**

**Размисли за валутния режим:  
поуки от историята и перспективи**

Сборник

**Асенка Йонкова (съставител)  
Лъчезар Богданов (съставител)  
Красен Станчев  
Георги Стоев  
Мартин Димитров**

## Съдържание

Паричният съвет, икономическата криза и МВФ: поуците на Аржентина.....	3
Асенка Йонкова.....	3
Прилики и разлики.....	3
Ролята на МВФ: неизчерпващият се дебат.....	5
Валутният борд сам по себе си не е лечение за икономики в криза.....	6
Лъчезар Богданов, Илиян Асенов .....	6
Какво предизвиква доверие към европейските валутни бордове? .....	10
Асенка Йонкова.....	10
Условия в България да не се развие аржентински сценарий.....	12
Красен Станчев .....	12
Парична политика или свободно банкиране .....	15
Георги Стоев.....	15
Някои показатели на финансовата система в България и Аржентина .....	17
Аржентина** .....	17
Еврото и българската икономика .....	20
Лъчезар Богданов.....	20
Легенди за валутния курс.....	21
Мартин Димитров .....	21
Какъв валутен режим е нужен на България?.....	23
Асенка Йонкова.....	23
Левът, еврото и спестяванията .....	25
Асенка Йонкова.....	25
КАКВО КАЗВАТ ДРУГИТЕ?.....	27
Излизането от валутен борд е най-шоковото и дестабилизиращо решение ....	27
Румен Аврамов, Център за либерални стратегии, член на управителния съвет на БНБ .....	27
Без висок икономически растеж се подкопават основите на борда.....	29
Любомир Филипов, бивш управител на БНБ.....	29
Вредата за България от излизането от валутен борд е значителна и неминуема .....	32
Георги Ганев, програмен директор в Центъра за либерални стратегии.....	32
Поддържането на борда би имало тежки икономически и социални последствия .....	34
Проф. Иван Ангелов, Икономически институт на БАН .....	34
Нужна е много по-голяма либерализация на икономиката .....	36
Д-р Николай Неновски, катедра “Финанси”, Университет за национално и световно стопанство .....	36
Аржентина и България – А и Б на валутния борд .....	39
(Интервю на Илиян Михов пред в-к “Дневник”, 8 януари 2002 г.).....	39
Честната и ясна фискална политика е страж пред борда ни.....	44
(Интервю на Мартин Заимов, подуправител на БНБ пред в-к “Пари”, бр.5, 9 януари 2002 г.).....	44

## **Паричният съвет, икономическата криза и МВФ: поуците на Аржентина**

**Асенка Йонкова**

Задълбочаващата се криза в Аржентина и практическата възможност страната да обяви фалит съвсем естествено може да доведе до съмнения относно ефективността на паричния съвет. Проблемите пред аржентинската икономика неминуемо ще рефлектират върху дебата за въздействието на валутния борд в България. Тук няма да се спираме подробно върху този дебат. По-скоро ще се опитаме да анализираме причините за сегашното състояние на аржентинската икономика и да направим съпоставка с България.

### **Прилики и разлики**

Аржентина въведе валутен съвет през 1991 г. Прибягването към този паричен режим, подобно на България, беше опит за справяне с високата инфлация и финансовата нестабилност. Паричната единица (песо) беше фиксирана към щатския долар, а централната банка пое ангажимента да поддържа валутен резерв, който изцяло покрива паричното предлагане. България от своя страна прие като котва еврото, следвайки теорията за оптималната валутна зона<sup>1</sup>. Непосредственият ефект от въвеждането на паричния съвет в Аржентина беше подобен на този в България – макроикономическа стабилност и растеж, поддържани през по-голямата част от 90-те години.

Една от лансираните тези е, че сегашните проблеми на Аржентина се дължат на скъпия долар. Смята се, че това е един от рисковете на паричния съвет, а именно, че фиксираният валутен курс може значително да се отклони от реалния и от този на търговските партньори. В случая с България, след 1997 г. реалния ефективен валутен курс се движи в тесни граници. Проблемите на българския експорт като цяло не се дължат на надценяване на лева, а на структурни проблеми и ниска конкурентноспособност. И при Аржентина обаче проблемите са много по-дълбоки от надцененото песо. В голяма степен те нямат нищо общо с валутния борд и могат да се открият в:

**1/ Неконкурентност на местната индустрия**

**2/ Високо дългово бреме.** Аржентина компенсира невъзможността да печата пари с активно вземане на заеми от чужбина. Проблемът в случая е, че абсолютното увеличаване на държавния дълг на практика натоварва стопанските субекти с разходи по обслужването му при липса на адекватен икономически потенциал. Публичният дълг на Аржентина е 132 млрд. долара. Като дял от брутния вътрешен продукт дългът е

---

<sup>1</sup> Според теорията, местната валута трябва да бъде свързана с валутата на най-важния търговски партньор или с тази, която страната използва преобладаващо в международните трансакции.

50 %. Независимо от наличието на споразумение с МВФ, задлъжнялостта на страната започна да излиза от контрол. На пръв поглед основната разлика между България и Аржентина е в мащаба. България обаче също е обременена с висок държавен дълг (като дял от БВП той дори е по-висок от аржентинския - 75-80 %). За разлика от Аржентина, българският дълг е добре структуриран и разсрочен във времето, а емисията на нов дълг е ограничена.

**3/ Нарастващ фискален дефицит.** За 2000 г. правителствените разходи в Аржентина са 21 % от БВП. Правителствените разходи в България за 2000 г. са 22 % от БВП. Налице е тенденция към увеличаване на българските държавни разходи (вж. "Азбучни истини за критериите за функционираща пазарна икономика"). След 1994 г. аржентинската икономика забави темповете си на растеж, което съчетано с високите правителствени разходи доведе до нарастване на фискалния дефицит от 0.15 % от БВП през 1994 г. до 2.4 % от БВП през 2000 г. Вместо да съкрати разходите си, правителството заложи на финансиране на дефицита чрез увеличаване на данъците и активно заемане от финансовите пазари и МВФ. След въвеждането на валутния съвет България постигна определен успех в поддържането на строга фискална дисциплина и ниски бюджетни дефицити (за миналата година е регистриран бюджетен излишък). Съществена част от дефицита се покрива с приходи от приватизацията.

**4/ Неуспехът на правителството да либерализира напълно икономиката.**

Администрацията на Менем либерализира режима за чуждестранните инвестиции, премахна ценовия и валутния контрол, експортните такси и квотите за вноса. Същите реформи извърши и България. Все още обаче проблем в България са високите разходи за правене на бизнес и изоставането по отношение на либерализацията на енергийния сектор. Като симптоматичен може да се разглежда и факта, че въпреки намаляването на броя на администрираните цени, относителното им тегло не намалява съществено. Ако може да се говори за проблем с приватизацията в Аржентина, той е свързан с процеса на трансфериране на монополите от публичния в частния сектор. България все още не е приватизирала монополите си.

**5/ Свърхрегулиране на трудовия пазар, което затруднява работодателите в опитите им да се приспособят към пазарните промени.** Резултатът е голяма неформална заетост. Подобна липса на гъвкавост в трудовото законодателство и висок дял на неформалната заетост е характерна и за България.

**6/ Недостатъчна защита на правата на частна собственост, неефективна съдебна система, висок дял на сивата икономика.** Според изследване на Латиноамериканската фондация за икономически изследвания неформалната икономика в Аржентина е около 23 % от БВП. Изследване на ИПИ, проведено съвместно с Харвардския университет показва дял на сивата икономика в България в рамките на 33-35 % от БВП.

### **Ролята на МВФ: неизчерпващият се дебат**

От 1983 г. насам Аржентина непрекъснато получава финансиране от МВФ.

Независимо, че от 1983 г. насам страната постоянно не изпълнява условията, съпътстващи отпускането на заемите. През последния месец с нова сила се възобнови дебатът дали в крайна сметка заемите от МВФ не нанасят повече вреди отколкото ползи. Според някои анализатори заемите и съветите на МВФ по-скоро влошават, отколкото облекчават положението на Аржентина (<http://www.heritage.org/library/background/bg1432.html>). Финансирането осигурява временно облекчаване на проблемите, но с цената на увеличаване на бремето на дългосрочния дълг. Достъпът до “лесни” кредити засилва моралните рискове и изкривява пазарните стимули. Според *Financial Times* въпреки че фондът осъзнава рисковете от свръхфинансирането, засега той “не успява нито да ограничи склонността на правителството да взема заеми, нито да убеди частните инвеститори да не кредитират”. Вместо това самият той продължава тихомълком да налива пари. Към момента нетната експозиция на МВФ към Аржентина е 11.2 млрд. дол. под формата на специални права на тираж (СПТ). В същото време нетната му експозиция към България е 914 млн. дол. в СПТ. В абсолютно изражение разликата е мащабна. Не така обаче стоят нещата в относително изражение. Финансирането от страна на МВФ е 8.6 % от аржентинския дълг и 9.6 % от българския. То е 13.6 % от широките пари (М3) в Аржентина и 18.6 % от широките пари (М3) в България. И по двата показателя България изпреварва Аржентина. Кое то вероятно означава, че фондът ще бъде по-консервативен в изискванията си спрямо България. Въпреки критиките, голяма заслуга за фискалната дисциплина през последните години имаше тригодишното споразумение с МВФ. Подписването на ново споразумение с фонда, изискващо провеждането на консервативна политика по отношение на дефицита и най-вече евентуалния твърд ангажимент на правителството да провежда подобна политика, може да се разглежда като известна гаранция за това, че поне от гледна точка на фискалната политика България няма да тръгне по пътя на Аржентина.

## **Валутният борд сам по себе си не е лечение за икономики в криза**

**Лъчезар Богданов, Илиян Асенов**

Валутният борд сам по себе си не е лечение за икономики в криза. Изходът е в цялостна смяна на стопанската политика. Тази смяна включва предприемането на определени мерки, без които успехът на борда е немислим.

Основното за успеха на борда, а и на реформата, е, че трябва да се изостави фундаменталната заблуда, че държавната собственост и държавната намеса във всички сфери на икономиката могат да доведат до нещо добро. Резултатите от управлението на Беров и Виденов не се нуждаят от коментар. Ролята на държавата трябва да се ограничи до законодателно регулиране и защита на конкуренцията. Още повече, при режим на паричен съвет разхищаването на средства за начинания със съмнителен ефект би излязло прекалено скъпо на обществото. Освен това, при паричен съвет държавата ще трябва да престане да действа като “кредитор от последна инстанция” за губещи предприятия и субсидирани производства. И управляващи, и управлявани, ще трябва да свикнат с мисълта, че и правителството, подобно на отделния гражданин може да харчи само толкова, колкото получава. Ако правителството се опитва дори при паричен съвет да поддържа неефективни производства и да субсидира определени дейности, пък макар и със социални аргументи, резултатът ще е пълно компрометиране на борда и още по-дълбока финансова криза. И накрая, пазарна икономика, функционираща в условията на валутен борд, е съвместима само с отворена икономика с висока степен на стопанска свобода. Всякакви идеологеми като “защита на националното производство”, “защита на родния потребител” и др. трябва да бъдат изоставени. България е страна с висок дял на външния сектор в БВП, което означава, че икономическото и развитие е пряко свързано със активността на външнотърговския ѝ обмен.

Промяната на философията на реформата изисква и предприемането на няколко по-конкретни мерки, без които икономиката, със или без паричен съвет, ще продължи да затъва.

Първо, премахване на всякакъв контрол над цените. Цените при свободна пазарна икономика се определят от търсенето и предлагането, а не от хрумванията на някои държавен чиновник. Не може държавата да налага на предприемача каква печалба да получава. Спекулант не е мръсна дума. Освен това, по чисто прагматични причини, България не може да си позволи субсидиране на вътрешното потребление поради липса на суровини или финансова ресурс. От ниските цени на горивата, пшеницата и др. се възползваха единствено фирми-износители, за които забраните за износ не бяха пречка. Т.е. “Нефтохим” с парите на данъкоплатците, субсидираше частни икономически групировки, изнасящи петрол за съседни Сърбия и Македония,

където цените са 3 до 4 пъти по-високи. И тъй като парите на данъкоплатците бяха ограничени, поддържането на цените беше осъществено чрез неударимо печатане на пари, което пък доведе до хиперинфлация. Освен това нереално ниските цени на горивата и енергията създадоха едно фалшиво впечатление за ефективност на реалния сектор, който се развиваше в парникови условия. Законът за цените пък сътвори такива аномалии, че на по-неефективния производител, с по-високи производствени разходи (или търговец) се позволяваше да печели повече. Методиката за определяне на цените на базата на декларираната себестойност и допустимата рентабилност (в % върху себестойността) противоречи на всякаква икономическа или човешка логика. Резултатът - дефицит на много стоки, фалит на много частни производители и търговци и пълно заобикаляне на закона от оцелелите.

Абсолютно необходимо е пълно освобождаване на всички цени. Не може на входа на предприятието цените да са пазарни, а на изхода да са фиксирани от държавата. Така дори ефективно иначе предприятие може да бъде докарано до фалит. Примери - "Нефтохим", НЕК, БДЖ, топлофикационните дружества. При пълно либерализиране на всички цени и в условията на паричен съвет реално ще се разкрият всички неефективни области в икономиката. Тогава ще фалират наистина тези, които не могат да печелят в една свободна пазарна среда. В такъв смисъл няма да се наложи т. нар. ликвидиране на губещи предприятия, тъй като те сами ще загинат. За това обаче е необходима сериозна промяна в търговското ни законодателство, която е в противоречие с разпоредбите на Конституцията за равнопоставяне на всички видове собственост. Например според ГПК имуществото на държавни учреждения не подлежи на заповест. Тези протекции трябва да бъдат заличени. Обобщавайки казаното, ако заедно с премахването на държавните субсидии (или поне значителното им ограничаване) не се позволи на предприятията сами да определят цените си, голяма част от т.нар. реален сектор принудително ще бъде докаран до фалит.

Освен това трябва да се създаде реално функциониращ пазар на труда. Колективните трудови договори са спирачка за свободното договаряне на работната сила. Либерализацията на цените включва и цената на работната ръка, което значи гъвкавост в заплащането според резултатите (както нагоре, така и надолу).

Друга важна предпоставка за успеха на борда е пълното отваряне на икономиката. Малка икономика като българската може да просперира само ако е експортно ориентирана. Всякакви забрани на износ трябва да бъдат премахнати, тъй като съществуването им само корумпира държавната администрация и съсипа законно опериращите предприемачи. Освен това в условията на паричен съвет дефицитът в платежния баланс води до свиване в паричната маса, което определено не стимулира икономиката.

Второ, паричен съвет е съвместим само с балансиран бюджет. След като Централната банка няма да финансира дефицита, правителството ще бъде принудено да харчи толкова, колкото събере. Разбира се, паричният съвет няма автоматично да разреши този проблем. При сегашната структура на бюджета балансирането ме би означавало сриване на образованието и здравеопазването, спиране или забавяне на изплащането на пенсиите. Ето защо трябва да се структурират по нов начин както приходната, така и разходната част на бюджета. А това означава реформа в социалната сфера и данъчната система.

От една страна, трябва да се съкратят разходите и да се оптимизира ефекта от извършването им. Трябва да се промени самата идеология на провеждане на социална политика. Поддържането на ниски цени на хранителните продукти, електроенергията, горивата и отоплението не само че няма да бъде възможно при твърдите бюджетни ограничения, наложени от паричния съвет. Трябва да се осъзнае простият факт, че от евтино парно се възползват тези с по-голямо жилище, че от евтиния бензин се възползват тези, който използват по-често автомобилата си, т.е. по-богатите. С други думи, от ниската цена на бензина печели много повече бизнесмена с две лимузини, отколкото пенсионера, който рядко излиза от дома си. А субсидията се плаща от всички. По-евтино на бюджета (което е жизненоважно за балансирането му при борда), а и по-справедливо е целевото подпомагане на определени групи нуждаещи се да закупуват най-необходимите стоки по пазарни цени, отколкото субсидирането на всички потребители чрез занижени цени.

Крайно време е да се създаде система за здравно осигуряване от западен тип. Митът за безплатното медицинско обслужване доведе до това пациентите да отиват в болниците със спринцовки, лекарства, превързочни материали, и да “заплащат” по един неформален начин на лекуващия. Здравеопазването трябва да се отдели от бюджета чрез създаването на здравноосигурителен фонд и всеки ще трябва да заплати според доходите си за медицинското обслужване което получава. Същото, макар и късно, беше направено с пенсионното осигуряване. Освен това, трябва да се стимулират и частни здравни и пенсионни осигурителни фондове. Така значително ще се ограничи бремето върху бюджета, а и ще се даде възможност на по-заможните да плащат повече и да получават по-добро обслужване.

От друга страна, трябва да се търсят начини за увеличаване на бюджетните приходи. В условия на паричен съвет източници на приходи могат да бъдат данъци, приватизация и заем от широката публика. Тъй като се очаква лихвените проценти да станат положителни в реално изражение, а освен това тези пари ще трябва да се връщат в един бъдещ момент, очевидно по-евтини са първите два източника.



Данъчната ни система в момента задушава бизнеса и инвестициите, като същевременно данъчните постъпления все повече намаляват в реално изражение. Изходът тук е в намаляване на данъчните ставки и повишаване на санкциите за неплащане на данъци, т.е. увеличаване на алтернативната цена на данъчното престъпление. Създаването на работеща и добри стимулирана данъчна полиция е ключова предпоставка за повишаване на постъпленията.

Съществен източник на средства за покриване на бюджетния дефицит е приватизацията, както в полза на местни субекти, така и на чуждестранни инвеститори. За да се ускори тя обаче трябва спешно да се предприемат следните мерки: да се промени философията, че държавата трябва да се отърве от губещите предприятия, а да запази печелившите; да се изостави идеологемата “разпродаване на националното богатство за жълти стотинки”; да се въведе прозрачност в приватизационните процедури; да се прилага по-активно и по-изгодно за инвеститора замяната дълг-собственост. Прозрачност може да се установи най-добре чрез приватизация на пакети акции на фондовата борса, единствено пазарът ще определя продажната цена. Освен това чрез този начин на приватизация се постига максимална бързина на продажбата, тъй като се избягват процедурите по предварителните проучвания на потенциалните купувачи, по оценката на предприятието и др. Замяната на дълг срещу собственост ще помогне и за разрешаването на проблема за дълговото бреме върху бюджета като ще намали разходите по обслужването му. Приватизацията е предпоставка за успеха на борда не само защото носи приходи за покриване на бюджетния дефицит, но и защото чрез нея се сменя собствеността. А вече не подлежи на съмнение, че частната собственост е най-ефективна и най-жизнена в пазарна среда без държавни субсидии и протекции, каквато ще бъде обстановката след въвеждане на валутния борд.

Най-общо казано, мерките, които трябва да съпътстват въвеждането на паричния съвет, за да бъде той успешен, са свързани с ограничаване ролята на държавата в икономиката. Ако новите управляващи се разделят с илюзията, че държавната намеса решава икономическите проблеми, има шанс паричният съвет да не се провали дори в България.

## **Какво предизвиква доверие към европейските валутни бордове?**

### **Асенка Йонкова**

В момент, в който бъдещето на валутния борд в Аржентина изглежда несигурно, международните инвеститори гледат благосклонно на перспективите на България, Естония и Литва - трите европейски страни, които също оперират в условията на валутен борд. Това се посочва в доклад на инвестиционната банка JP Morgan, разпространен през изминалата седмица. Някои от основните изводи в доклада на JP Morgan дават отговор на въпроса защо след като по много показатели България и Аржентина показват сходство, България не изглежда заплашена от криза, подобна на аржентинската.

**1/** България, Естония и Литва се характеризират с политическа стабилност, която позволява поддържането на възприетия валутен режим. От особено значение за доверието на инвеститорите обаче е фактът, че тези страни имат ясно дефинирана и достоверна стратегия за излизане от режима на валутен борд чрез присъединяване към ЕС и Европейския паричен съюз. Както вече коментирахме, стратегията за присъединяване към евро зоната без преходен период (т.е. без преминаване към “тестващ” период на плаващ валутен курс, или т.нар. ERM II) изглежда най-реалистична.

**2/** Съотношението външен дълг/БВП изглежда не влияе върху отношението на инвеститорите към външните активи на трите европейски страни с валутен борд. Като доказателство се посочва фактът, че за България това съотношение е значително по-лошо (86.4%), отколкото за Естония (61.4%) и Литва (42.9 %), но то не води до никакви санкции от страна на пазара. Няма признаци, че влияние оказва и абсолютният размер на дълга. Според анализаторите от JP Morgan една правдоподобна причина за това България да не предизвиква “нервност” сред инвеститорите е отвореността на нейната икономика; бремето на обслужването на българския външен дълг спрямо износа е доста скромно, което означава, че страната е в състояние да генерира (чрез експорта) чуждестранната валута, необходима за обслужването на дълга. Вероятно това е едно от възможните обяснения на факта, че след като по дългови показатели България е в по-неизгодна позиция от Аржентина, тя не изглежда заплашена от криза. Според авторите на доклада, допълнителна сигурност на инвеститорите дава и фактът, че България е в процес на присъединяване към ЕС, което означава, че икономиката се интегрира в световната търговска система и е в състояние да използва конкурентните си предимства, за да извлече ползи от търговията.

**3/** Благоприятно влияние за стабилността на валутния борд в България и двете балтийски републики оказва малкият размер на икономиките им. Смята се, че е много по-лесно за една малка икономика да се интегрира в световната търговска система и да

привлече необходимите чуждестранни инвестиции за финансиране на дефицита по текущата сметка.

**4/** Процесът на присъединяване към ЕС означава, че икономическата политика на трите страни се вмести в определени рамки, зададени от техния стремеж към членство в съюза и няма кой знае какви възможности за “подхлъзване”. Така се намалява риска от възприемане на “безотговорни” икономически политики, което пък повишава доверието към валутния борд.

## **Условия в България да не се развие аржентински сценарий** **Красен Станчев**

На фона на често срещаните се в българския печат и коментари призови за преразглеждане на системата на валутния съвет и преминаване към манипулируема парична политика, изглежда особено важно да припомним защо (и при какви условия) в България няма да се стигне до развития подобни на тези в Аржентина.

1. България има споразумение с МВФ, което поддържа нисък бюджетен дефицит през 2002 и 2003 г. и съдържа като предварителни условия демонтирането на монополите и засилване на конкурентността. Споразумението е спирачка пред популистки тежнения от страна на членове на кабинета, парламента и новоизбрания президент, които в дългосрочен план могат да доведат до увеличаване на бюджетния дефицит. Това бе основният фактор на кризата в Аржентина, където дефицитът през 2000 г. достигна 2,4% от БВП. (Възможността за подобно нарастване на дефицита накара мисията на МВФ да не се съгласи с някои идеи за данъчни реформи на правителството.)
2. България все още поддържа високо ниво на фискална дисциплина, не подкрепя губещи производства, затваря и приватизира, макар и често нескопосано, губещи предприятия и съкращава субсидиите за тези предприятия (включително топлофикациите).
3. Външният дълг на Аржентина е по-малък като дял от БВП с около  $\frac{1}{4}$  в сравнение с България (75-80% от БВП). Но българският дълг засега е добре разсрочен във времето, за разлика от аржентинския, който е сравнително краткосрочен и съществено по-голям в абсолютно изражение.
4. Българската икономика е несравнимо по-малка от аржентинската. Тя е отворена (делът на вноса в износа е висок) и основните търговски партньори (ЕС) не манипулираха валутните си курсове така както това направи Бразилия, нанасяйки удар върху аржентинското предприемачество. В обозримо бъдеще зоната на еврото ще запази същото поведение. Освен малка, българската икономика е и недоразвита. Тя е обвързана със световните капиталови потоци чрез преки чуждестранни инвестиции. Кризите, предизвикани от бързо движение на капитали, са непознати и почти невъзможни поради тази причина. Раздвижване на капиталовия пазар в България ще става бавно и при относително внимателни инвеститори, търсещи качество на вложенията си след 11 септември 2001 г.
5. България не може да си позволи защитни мерки за местни производства, нейното правителство не може и не трябва – колкото и да се надяват

представителите на местния бизнес – да принуждава българските потребители да купуват по-скъпи местни производства, които никой по света не иска и да помирише. На подобна защитна политика пречат споразуменията с ЕС и ЦЕФТА, както и процеса на либерализиране на търговията с Балканите. Всеки опит в подобна насока предполага външнополитическа изолация на България; във вътрешнополитически план той би бил връщане към политиката (от средата на 1990-те години) на неконтролирана емисия на банкноти и привилегировани сделки с правителството. В някакъв смисъл това означава още връщане от корумпирана към мафиотизирана икономика. Независимо от политическите етикети, това ще рече по-голямо обедняване на гражданството. Такова развитие в момента започва в Аржентина.

6. В сравнение с другите малки европейски възникващи икономики с валутен съвет през 2001 България стои икономически добре. Реално ефективният валутен курс на лева спрямо щатския долар е практически непроменен. Обезценяването на местната валута в Естония е около 40 на сто, на Латвия – поне два пъти. През 2001 г. растежът е по-висок. България обаче е външно позадължняла и от двете страни, но и изкушението да се финансират вътрешни стопански неуспехи и потребление с нови заеми – една от причините за неуспеха на Аржентина – също е по-ограничено.
7. Пак в сравнение с Аржентина годишното обслужване на държавния дълг е относително добре финансируемо чрез приходи от износ. Отрицателното търговско салдо е по-скромно отколкото това на Естония или Латвия. По-важно е обаче, че то отразява относително здрав процес на реструктуриране: 53% от износа за първата половина на 2001 са услуги, вносът е предимно на инвестиционни стоки.
8. За дванадесет дена Аржентина смени половин дузина президенти. Връщането към популизма на Перон изглежда вече се осъществи. България се радва на завидна политическа стабилност. Издръжката на правителството все пак нараства. Министър-председателят и новоизбраният президент имат – доколкото може да се съди по откъслечни изказвания - стопански виждания близки до тези на перонизма. Те съответстват на стопанските възжелания на мнозина избиратели и не малко предприемачи. Ограничения и пред едните, и пред другите са предимно външни и свързани с присъединяването към ЕС.
9. Във вътрешен план системата на валутния съвет е предпазна мярка срещу произвола на правителството. Тя се поддържа от конкурентната част от българската фирмена демография, от фирмите свързани с или резултат на чуждестранни инвестиции. Ако надделее перонисткият елемент в стопанската

политика, това ще изисква повече ангажименти (задължения) на правителството към по-големи групи граждани, съответно по-високи данъци. Това се случи в Аржентина. В България и фирмите, и гражданството искат по-ниски данъци; остава те да осъзнаят, че това означава и по-малко “услуги” от правителството.

10. За разлика от Аржентина България има относително разумна стратегия на излаз от фиксирането на валутния курс и валутния съвет – това е присъединяването към Европейския валутен съюз, към еврото. Тази стратегия съвпада със стихийната валутна субституция, с обстоятелството, че хората спестяваха или смятаха в чуждестранна валута и ще спестяват и смятат в евро. Отвързването на лева от еврото неминуемо ще доведе до отлив на доверие и към лева, и към правителството. Политическата криза би била неизбежна.

## **Парична политика или свободно банкиране** **Георги Стоев**

Либертарианският подход към паричната теория обяснява парите като спонтанно възникнали в обществото от размяната между хората; тяхното възникване се обяснява с редуцирането на разходи по сделките; хората използват в размяната тези пари, които най-надеждно съхраняват стойността и най-широко се приемат за плащане. След като средството за мерене на стойността постепенно се отделя от средството за размяна, парите постепенно започват да нямат собствена (вътрешна) стойност, т.е. от стокови парите стават “кредитни”. В днешно време валутите са институционализирано доверие към централните банки, а част от парите (тези по разплащателни сметки например) представляват доверие към търговските банки. Доверието към банките е вяра, че стойността на парите, които обслужват размяната ще зависят единствено от самата размяна (т.е. парите ще се самопроизвеждат в зависимост от обема и скоростта на размяната в икономиката). Това доверие е противоположно на очакванията, че централната банка ще манипулира предлагането по усмотрение.

Историята на валутния борд в Аржентина и кризата от началото на тази година носят няколко важни поуки и за паричната теория, и за тези, които превеждат паричните политики<sup>2</sup> по света:

1) Валутният борд е ефективен механизъм за ограничаване на намесата на държавата в икономиката чрез паричното предлагане. Макроикономическите ефекти от борда са положителни и те се отразяват в по-благоприятен инвестиционен климат и условия за водене на бизнес. Той е политическо решение, което увеличава шансовете на всички в икономика, в която няма традиции на прозрачност и последователност в държавното администриране.

2) В същото време наличието на валутен борд не премахва изцяло политическия риск, свързан с паричното предлагане. Няма гаранции, че правителството няма (неочаквано) да реши да въведе друг паричен режим, например такъв, който се основава на усмотрението на централните банкери. Дори ако подобно решение е свързано с изменения в законите, няма гаранции, че парламентът няма да ги одобри. Накратко,

---

<sup>2</sup> Под “парична политика” разбирам манипулираното от държавата парично предлагане, което най-общо се изразява в намеса на централната банка на финансовите пазари. Въпреки че регулирането на банковата дейност (като определянето на минимални резерви например) има ефект върху паричното предлагане, не включвам това регулиране в понятието “парична политика”.

валутният борд премахва само частично страха на частните играчи от произвол на държавата в паричното предлагане.

3) Затова режимът на валутен борд може да установи (или възстанови) само частично доверие в местната валута. Следователно валутният риск продължава да бъде част от премиите по лихвите по кредитните отношения в местна валута. Освен това местната валута ще играе роля главно на средство за размяна, а не толкова на средство за спестяване.

4) Валутният борд не може да премахне рискът от банкова паника. Рискът, който банковите отношения носят в себе си, ще продължава да съдържа някаква вероятност от проблеми на конкретна банка и/или на цялата финансова система. Този риск, подобно на банковите отношения в развитите страни, ще продължава да е иронично свързан с вярата и очакванията на критична маса граждани, че такъв риск има.

5) Дори в условията на валутен борд няма основания да се смята, че държавните монополно емитирани пари са по-ефективни от частните пари, емитирани от търговските банки. Напротив, ако ефективността на парите се мери със спестените транзакционни разходи по размяната и спестяването (което се манифестира например в лихвените равнища и в процента на договорите, които доброволно се изпълняват в конкретен вид пари), то частните пари вероятно биха били по-ефективни във функциите средство за размяна и средство за спестяване.

В началото на декември 2001 г., още преди да се появят първите сигнали на банкова паника в Аржентина, *Cato Institute* публикува статия, в която Стийв Ханке<sup>3</sup> препоръчва конкретни политически мерки, които да гарантират по-нататъшната сигурност на валутния борд в тази страна (<http://www.cato.org/pubs/fpbriefs/fpb-067es.html>). Много малко след това послание аржентинското правителство обяви, че няма да е перфектен платец по неговия дълг, а после девалвира песото. Кризата в Аржентина събуди дебат и върху стабилността на българския валутен борд, както и върху един от възможните подходи за “излизане” от режима на валутен борд – пълната едностранна евроизация на българската икономика.

Препоръките на Ханке се свеждат до две основни неща:

---

<sup>3</sup> Той е професор по приложна икономика в Университета Джон Хопкинс в Балтимор, САЩ.



- пълна доларизация на аржентинската икономика (като централната банка ще спре да произвежда местни пари и рано или късно ще бъде закрыта);
- “свободно банкиране” или право на търговските банки да емитират частни пари, които да са деноминирани в долари.

Пълната доларизация – която съответства на пълната евроизация в България – е необходима, за да се запази доверието в местната финансова система и да се елиминира валутният риск от вътрешните кредитни отношения. Валутният риск произтича от липсата на гаранции и вяра, че правителството няма спонтанно да реши да премахне валутния борд, който иначе е перфектен механизъм за ограничаване на държавната намеса (както бе отбелязано в точка 2) по-горе). Валутният риск може да бъде представен чрез премиите по лихвите, когато дълговете трябва да бъдат платени в местна валута. Таблицата по-долу представя разликата между лихвените проценти в местна и чужда валута в България и Аржентина. И в двете страни лихвените равнища са по-високи, когато става дума за кредитни отношения в местна валута, на което се основава и твърдението в точка 2) по-горе.

#### Някои показатели на финансовата система в България и Аржентина

<b>България*</b>	
Депозити в левове (млрд. лв.)	3.511
Депозити в чужда валута (млрд. евро)	2.622
Лихвен % по краткосрочни кредити (лева)	12.8%
Лихвен % по краткосрочни кредити (евро)	8.32%
<b>Аржентина**</b>	
Депозити в песо (млрд. песо)	21.017
Депозити в долари (млрд. долари)	49.028
Лихвен % по еднодневни депозити (песо)	41.4%
Лихвен % по еднодневни депозити (долари)	26.3%

Бележка: \*данни към края на януари 2002; \*\*данни към 15 ноември 2001; за двете страни са посочени лихвените проценти на различни по вид кредитни отношения поради наличието на такива данни.

Източник: БНБ и Ханке (2000).

Лихвените проценти по долларите депозити в Аржентина са значително по-високи от лихвените проценти по евро-деноминираните кредити в България, което отразява

несигурността на гражданите във финансовата система в Аржентина през средата на ноември миналата година. Това пък дава основание за твърдението в точка 4) в началото на текста. Валутният борд не може да премахне риска от банкова паника; но несигурност във валутния борд може с висока вероятност да доведе до банкова паника.

За да не бъдат обвързвани очакванията за действията на централната банка с очакванията за състоянието на търговските банки, Ханке предлага премахване на местната валута в Аржентина. Доларизацията според него би следвало да е съчетана със “свободно банкиране”, което дойде на мястото на монопола на централната банка в производството на пари. Така банките биха издавали банкноти от свое име, които са гарантирани от техните активи. Тези частни банкноти ще са подобни на, да речем, пътническите чекове, само че ще са свободно прехвърляеми и на приносител, за да изпълняват функциите на пари в обръщение. Всъщност подобен род частни пари са и наличностите по дебитни карти, както и лимитите по кредитни карти, така че това не чак толкова революционно предложение. Единственото, което е по-особен тук, е, че става въпрос за частни пари в обръщение или банкноти

Очевидно свободните пари ще доведат до конкуренция между частните банки за спечелването на пазара на този вид услуга, а именно пари за използване в размяната. Нещо повече едва ли има нужда от допълнително регулиране, различно от това на депозитите на граждани например. Нуждата от “свободно банкиране” Ханке аргументира с факта, че по този начин т.н. сеньораж<sup>4</sup> ще остане в Аржентина, а иначе би отишъл във Федералния резерв на САЩ.

Аргументът за частните пари вероятно би следвало да бъде част от евентуалния механизъм на евроизация на българската икономика.<sup>5</sup> Самата евроизация (вкл. едностранна) изглежда е единственият начин да се предпази българския валутен борд

---

<sup>4</sup> В икономическата теория съществуват две значения на концепцията за сеньораж. Първото, което е резултат от схващането за *a priori* необходим държавен монопол в паричното предлагане, определя сеньоража като “правителствен приход от създаването на пари” (виж. D. Romer, *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill, 1996, p. 420-421). В този смисъл сеньоражът се изчислява по следната формула:

$$S = g_M \frac{M}{P},$$

където  $g_M$  е темп на растеж на паричната маса, а  $\frac{M}{P}$  е паричната маса в момента на произвеждане на нови пари. Тогава сеньоражът е равен на инфлационния данък, който правителството налага на гражданите. Второто значение определя сеньоража като приходите на централната банка и/или търговските банки, които емитират пари, от управлението на активите, които обезпечават парите. Когато резервните пари са просто ценни книжа облечени в друга валута, това са доходите по тези книжа.

<sup>5</sup> Виж Н. Неновски, *Свободните пари: Въпроси на икономическата теория*, София: Академично издателство “Марин Дринов”, 2001, глава 5.

от бъдещи сътресения. А такива може да се очакват, вероятно в дългосрочен план, като имаме предвид скрития дълг на правителството в държавната пенсионна система. Аржентина направи само плахи стъпки в реформата на пенсионната система и държавната система продължи да е доминираща и да трупа дългове, които в крайна сметка стават проблем на фиска (виж. повече в <http://www.easibulgaria.org/docs/market-and-state/pension4.doc>).

Има основание да се смята, че степента на валутна субституция в Аржентина след 10 години функциониране на валутния съвет е подобна на тази в България сега. Преди кризата аржентинците използваха песото главно като средство за плащане в дребни сделки, а по-голямата част от спестяванията бяха в долари (около 70% от общите депозити). В България по-голямата част от депозитите на гражданите също са в чужда валута – около 59% (виж. таблицата по-горе). Освен това част от спестяванията са извън банките и са в чужда валута; това важи и за двете страни – в Аржентина се предполага, че населението държи извън банките поне 25 млрд. долара<sup>6</sup>. В България, ако приемем, че делът на чужда валута извън банките е около 59% (колкото е дела на валутните депозити в общата сума на депозитите), то извън банките има около 2.2 млрд. евро. Тези приблизителни цифри за валутно заместване могат да са силна и легитимна подкрепа за законовата субституция на местните валути в тези две страни. Но тя, както горещо препоръчва Ханке, е необходимо да се случи заедно с въвеждането на “свободно банкиране”.

---

<sup>6</sup> Източник е статията на Ханке, който се позовава на изчисления на Министерството на финансите на САЩ от януари 2000 г.

**Еврото и българската икономика**  
**Лъчезар Богданов**

От началото на 2002 г. еврото се използва за разплащания в брой в 12 страни от ЕС. В края на 2001 г. Аржентина спря да плаща външния си дълг. Тези две събития възродиха дискусиата по паричния режим в България и възможните влияния на премахването на 12-те национални валути върху стопанския растеж у нас. По трудно разбираем начин двете събития се сливат в общи разсъждения за промяна в паричната политика. Във връзка с това трябва да отбележим поне следното:

- 1/ Замяната на паричната единица няма отношение към факторите за създаване на богатство. А те са производителност на труда и ефективно използване на капитала.
- 2/ Производителността на труда означава в крайна сметка колко допълнителна стойност създават работникът и предприемачът. Добавената стойност не се мери в левове или други парични единици, а във възможността да се размени тази стойност (във вид на стока или услуга) срещу други стоки и услуги на пазара. Видът и номиналът на използваната парична единица не могат да променят производителността на труда и капитала.
- 3/ Ефективното използване на капитала най-общо се влияе от защитата на частната собственост и договорите и разходите по сделките. Паричният режим влияе дотолкова, доколкото гарантира дългосрочна стабилност; валутният борд е именно такава система.
- 4/ Когато има свобода на договаряне (или - с други думи – пазар), използваната парична единица, и съответно – валутният курс спрямо останалите парични единици – нямат връзка с производителността на труда и капитала. В относително кратък период от време (продължителността на който зависи от стопанската свобода) цените на факторите на производство достигат до някаква равновесна стойност, независимо от избора на валутен курс в началото.
- 5/ От горните бележки следва, че въвеждането на еврото няма да причини съществени промени в конкурентността на българския бизнес, а оттам – в промяна на благосъстоянието. Ефектът ще е по-скоро в дългосрочно намаляване на сделковите разходи за международната търговия, които засега е трудно да се околичествят.
- 6/ Всякакви идеи и предложения, основани на разбирането, че промяната в паричната система и фиксирания курс на лева ще увеличат конкурентността и благосъстоянието, са най-малкото опасни за средносрочното и дългосрочното планиране на живота и бизнеса, за бъдещето на гражданството. Осъществени, те вероятно ще доведат до някаква форма на нов заем от идните поколения.

## Легенди за валутния курс Мартин Димитров

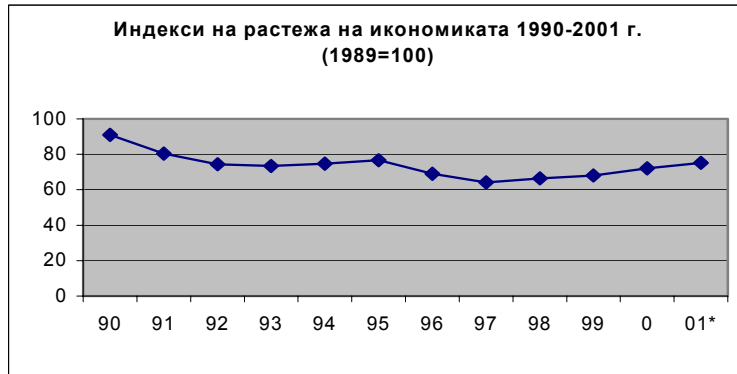
В редица писания в нашата страна продължава да битува мнението, че фиксираният валутен курс е в основата на много от икономическите проблеми. Една от най-често описваните причинно-следствени връзки е, че фиксираният валутен курс ограничава възможностите за износ и намалява конкурентноспособността на икономиката. Най-често за потвърждение на тази теза се използва отрицателното търговско салдо, като се посочва, че то всъщност се влошава поради фиксирания валутен курс. В този ред на мисли се извежда и крайният извод, че валутния борд е ограничително условие за икономиката и пречи на растежа. При правенето на такива анализи и оценки обаче, трябва да се имат в предвид поне следните условия:

1. Обезценяването на валутата повишава постъпленията от износ само при висока еластичност на търсенето на националните продукти от нерезиденти, което не може да се каже, че е случаят на българския износ. Но дори това да беше така, става въпрос за фактор, който стимулира износа в краткосрочен план. Непосредственият ефект от обезценяването на националната валута е, че цената на стоката, изразена в друга валута намалява. Този ефект може да бъде определен, като ценови. От друга страна обаче, приходите от единица износ намаляват, така че е необходимо експортираните количества да нараснат, за да бъдат достигнати първоначалните постъпления от износ (количествен ефект). В зависимост от това, кой от двата ефекта – ценови или количествен доминира като влияние, приходите от износ вследствие на обезценяването на валутата нарастват или спадат.

2. И най-добрата монетарна политика не може да замени работещата икономика. Валутният борд и в частност фиксирания валутен курс са важен фактор за поддържане на макро икономическата стабилност в страната. Кризата през 1997 г. бе показателна за невъзможността за спазване на финансова дисциплина. Но сам по себе си валутният борд не представлява решение на проблемите на икономиката, а по-скоро ограничава възможностите за спекулиране с финансовата политика. Има сериозни основания да се съмняваме, че дефицита по търговското салдо нараства в резултат на загуба на конкурентноспособност, което е следствие от фиксирания валутен курс. През последните две години около 90% от нарастването на импорта се дължи на увеличаване на вноса от ЕС, като най-вероятната причина за това е либерализирането на взаимната търговия.

3. Подобряването на конкурентноспособността е в много по-голяма степен в зависимост от производителността, условията за бизнес, намаляването на държавната намеса в икономиката, отколкото от валутния курс (виж [www.competitiveness.bg](http://www.competitiveness.bg)). През

последните години на растеж българската икономиката е достигнала нивото на БВП от 1995 г., тоест четири години са били необходими за преодоляване на последствията от тежката криза през 1997 г. и възстановяване на пред-кризисните параметри. Въпросът е - не е ли съвсем реален рискът от ново дебалансиране на икономиката при евентуално “излизане” от валутния съвет и преминаване към плаващ валутен курс?



Източник: НСИ и собствени изчисления

## **Какъв валутен режим е нужен на България?**

**Асенка Йонкова**

В книгата “От лев към евро”, дело на Николай Неновски, Калин Христов и Борис Петров, се предлага дискусия относно избора на паричен режим в контекста на интеграцията на България в ЕС и Европейската парична система. Разработени са 4 възможни сценария за избор на паричен режим: **1/** Традиционна централна банка, т.е. премахване на фиксирания и въвеждане на контролирано плаващ валутен курс, съчетан с провеждането на инфлационно таргетирана парична политика; **2/** Паричен съвет, т.е. запазване на валутния борд с или без модификации в неговото функциониране; **3/** Евроизация, т.е. въвеждане на еврото като законно платежно средство (единствено или като паралелно циркулиращо заедно с националната валута); **4/** Балкански паричен съюз, т.е. формиране на наднационална балканска парична единица и централна банка, провеждаща обща парична политика.

Авторите предлагат подробен сравнителен анализ на предимствата и недостатъците на различните сценарии. Според тях, евроизацията е най-ефективната форма на паричен режим, въпреки трудната си политическа осъществимост.

Евроизацията наистина е сценария, в подкрепа на който могат да бъдат приведени най-много аргументи. Основното му предимство е премахването на валутния риск и създаването на по-сигурна среда за инвестиции. Наред с това се намалява риска от възникване на финансови кризи, намалява се системния риск в банковата система, освобождава се значителен по размер валутен резерв, който може да се използва в реалната икономика и т.н. Един от възможните ефекти от премахването на валутния риск е намаляване на лихвените маржове. Въпреки че формално няма пречки по отношение на приложимостта на този сценарий (със или без съгласието на ЕЦБ), странно защо той продължава да се възприема като най-нежелания и най-неподходящият за България.

Сценарият, към който най-вероятно ще се придържа България в процеса на присъединяване към ЕС е запазването на паричния съвет до приемането ни в ЕПС. Аргументите в полза на този сценарий са свързани с факта, че България вече е обвързана с еврото, а критериите на икономическата политика до голяма степен са хармонизирани с тези на ЕС. Механизмът на паричния съвет позволява да се “тества” стабилността на валутния курс (и равновесното му ниво) чрез икономическия растеж, лихвените нива, текущата сметка, валутните резерви и паричните агрегати. На практика, при съществуващия в момента паричен механизъм и при наличие на достатъчно сериозен ангажимент за поддържане на необходимата дисциплина при

провеждане на икономическата политика, няма никакви обективни причини, поради които България не би могла да влезе в Еврозоната с паричен съвет.

Връщането към плаващ валутен курс (макар и контролиран) крие най-много рискове. Вярно е, че това ще бъде тест за стабилността на националната валута и гаранция, че ще се присъединим към Еврозоната с паритетен валутен курс. Рисковете от дестабилизиране на икономиката обаче не би трябвало да се пренебрегват.



## **Левът, еврото и спестяванията**

### **Асенка Йонкова**

Нивото на валутна субституция при депозитите е значително, показват данните от седмичната статистика на БНБ. Към края на декември 2001 г. депозитите в чужда валута са 71.9 % от квази парите (или всички депозити без разплащателните). Това отношение се запазва относително постоянно през цялата година. Ако към спестовните и срочните депозити се добавят и разплащателните сметки на фирмите и депозитите на поискване, делът на деноминирани в чужда валута депозити е 58.3 %. Депозитите в долари и евро са 66 % от депозитите на населението, 41 % от депозитите на частните предприятия и 53 % от депозитите на държавните предприятия.

Високият дял на спестяванията в чуждестранна валута показва две неща:

- 1/ Четири и половина години след въвеждането на валутния борд и две години след фиксирането на лева към еврото, функцията на лева като средство за спестяване (средство за натрупване на богатството) все още е слабо проявена. Гражданите и фирмите предпочитат да спестяват в чужда валута, предимно в щатски долари, независимо от по-ниските лихви по валутните депозити, фиксирания курс и проблемите на американската икономика, отразяващи се и върху курса на долара. Макар че мотивите за подобно поведение на спестителите могат да бъдат най-различни, вероятно немалко влияние има ниската степен на доверие в националната парична единица. Друго възможно обяснение е, че спестителите, които в резултат на финансовата криза от 1996-1997 г. са обърнали спестяванията си в долари, проявяват известна инертност и поради тази причина предпочитат валутни депозити.
- 2/ Високият дял на валутните депозити не е особено благоприятна предпоставка за увеличаване на кредитирането при съществуващите нормативни ограничения, предвид на това, че отпусканите от банките кредити са предимно левови, а депозитите са предимно краткосрочни. Например, банките са принудени да хеджират валутния риск при увеличени валутни депозити. От тази гледна точка, те имат две възможности – да увеличат деноминирани в чужда валута кредити или да реинвестират част от валутните депозити в чужбина. Първата възможност обаче е доста ограничена, тъй като в известна степен има субституция на валутен риск с кредитен риск, особено ако местния кредитополучател няма вземания във валута. Вероятно това е едно от обясненията за високия дял на средствата, които българските банки изнасят зад граница и пласират на международния паричен пазар.

След април 2001 г. се забелязва тенденция към постепенно увеличаване на депозитите в чужда валута, което вероятно до голяма степен се дължи на въвеждането в обращение на еврото. Към края на декември 2001 г. валутните депозити са се увеличили с 18.8 % спрямо април. Излизането от обращение на 12-те валути от еврозоната беше свързано с очаквания за значителен ръст на спестяванията в резултат на изваждане на държаните под дюшеците пари и автоматичното им деноминиране в евро посредством банков депозит. По оценки на Световната банка, държаните под дюшеците пари в България възлизат на 0.7 –1 млрд. щ.д. Много от българите обаче явно предпочитат да обърнат държаните от тях евро-валути в левове или долари пред това да държат влог в евро. Обяснение за подобно поведение са данъчни съображения и относително високи разходи за поддържане на валутен депозит (особено безсрочен). Не е ясно и дали вкараните в банковата система пари под формата на евродепозит ще останат трайно в нея.

## КАКВО КАЗВАТ ДРУГИТЕ?

**Излизането от валутен борд е най-шоковото и дестабилизиращо решение<sup>7</sup>**

**Румен Аврамов, Център за либерални стратегии, член на управителния съвет на БНБ**

Отраженията на кризата в Аржентина върху България са само косвени. Премахването на най-емблематичния паричен съвет - този на Аржентина - неизбежно поражда съмнения. За голяма част от хората те са ирационални и базирани на механични аналогии. Тази реакция е в известна степен “невинна” и обяснима. Също така обяснима, но съвсем не “невинна” е манипулацията на събитието от информирани, но заинтересувани среди. При тях прочитът е тенденциозен, умишлено катастрофичен. Дори само в краткия публичен дебат през изтеклата седмица бяха формулирани достатъчно убедителни аргументи срещу пренасянето на аржентинския случай към българската реалност. А ако трябва да се посочат заинтересуваните у нас среди, то бих споменал популисткото лоби, недобросъвестните длъжници и вечно гласовитата в българската история агитка за “леснодостъпен и евтин” (т.е. безотговорен) кредит, тези, за които паричният съвет постави най-стриктни бюджетни ограничения и най-вече местната власт, печелещите от мътилката на девалвацията и инфлацията, отчасти сивият сектор... Това е аморфна коалиция, която естествено се изкушава да експлоатира аржентинския случай. Целта е да се дестабилизира една устойчива конструкция, която по никакъв начин не е заплашена от вътрешната си логика и от състоянието на българската икономика в момента.

По принцип единствената пряка връзка между аржентинския казус и България би преминала през реакцията на инвеститорите и на пазарите. Доколкото не става дума за социология и в техните глави не може да се надникне, индикациите идват от много по-обективните сигнали на котировките на българския дълг. Те еднозначно показват, че пазарите не свързват България с Аржентина. (Допълнителен сигнал от различен характер е, че рейтингът на страната беше повишен). Отделен е въпросът за възможно по-дългосрочно глобално отражение на аржентинската криза.

Убедено и еднозначно смятам, че България не трябва да излиза от паричния съвет до влизането си в евро-зоната. Развивал съм многократно аргументите си. Тук ще ги резюмирам предельно кратко: защото няма нищо по-добро от дългосрочно предвидимата парична политика, а паричният съвет е именно такава, защото паричният съвет е най-дисциплиниращата рамка и най-удачното приучаване към баланса на

---

<sup>7</sup> Мненията са публикувани във в-к “Капитал”, бр.2, януари 2002 г.

макроикономическата политика, необходим за придвижване към евро-зоната, защото след преценка отвсякъде всяка алтернативна политика се оказва по-неуспешна.

Принципите на разумната икономическа политика са универсални и те са особено добре пакетирани от паричния съвет. Те включват балансираност на бюджета, стабилност на парите, развитие на конкуренцията и пазарите, външно равновесие, насърчаване на националните спестявания (и/или привличане на външни). Всички тези цели са недостижими едновременно, но е важно да се работи за тях, а не срещу тях.

Растежът следва да е естествен резултат от разумна политика, а не самоцел.

Неадекватното му форсиране може да се окаже крайно вредно.

Уроците от Аржентина са все в тази посока. Урок за ефекта от мека фискална политика в рамките на паричен съвет. Урок за неизлизане от паричен съвет - между желано и принудително излизане няма особена разлика, то винаги е възможно най-шоковото и дестабилизиращо решение, което размества из основи установените връзки в икономиката. Урок за безперспективността на едностранна долар/евроизация - ако нямаш подготвен паричен съюз, бъдещето на паричния съвет е мрачно и неясно.

Аржентина отначало сама подкопа доверието в паричния си съвет чрез официалното лансиране вероятността за доларизация, но в крайна сметка отиде не към долара, а към песото.

## **Без висок икономически растеж се подкопават основите на борда Любомир Филипов, бивш управител на БНБ**

При разговорите с МВФ както със Стенли Фишър, така и у нас с Майкъл Деплер и от г-жа Макгърк се твърдеше, че целта на валутния борд е на основата главно на притока на капитал в страната достигането на темпове на растеж на БВП от 6-8 на сто.

Тези темпове не са самоцел, а са иманентни на валутния борд, тъй като само по този начин може да се компенсират съществените отрицателни последици от фиксирания курс и невъзможността с парична и валутна политика да се стимулира активен търговски баланс.

Четири години след въвеждането на валутния борд не се постига основната му (и обещавана) цел - постигането (на основата на стабилността на валутния курс и последващия съществен приток на капитали) на растеж от 6-8 на сто. През първите две години беше налице определена стагнация, а през следващите две - ръст от 4-5 на сто, определено недостатъчно за стабилизиране на борда и приблизително толкова, колкото средния ръст в групата на най-развитите страни - членки на ОИСР.

В този смисъл според мен България още не е влязла в истински конструктивен период, за какъвто говори проф. Иван Ангелов.

Най-общо казано, основната причината за фактическата стагнация е в непостигането на подцелите за съществен приток на капитали. Без да подценявам политическия фактор - политическата обстановка на Балканите, за това има и причини в резултат на грешни решения в управлението на икономиката.

Успешното въвеждане на борда изисква два елемента - строга бюджетна политика и максимална либерализация на икономиката.

Докато по отношение на първия елемент управлението отбелязва определени успехи, то по отношение на либерализацията и разширяването на пазарните принципи през тези три години има съществено изоставане. Нещо повече - стремежът за балансираност на бюджета подчиняваше понякога останалите решения в икономиката. Какво имам предвид:

1. Не бяха премахнати, а дори се увеличиха административните - лицензионни и разрешителни, изисквания, а фактически и ограниченията пред бизнеса.
2. Абсолютно се подцени изключително важният за борда елемент на пазарното определяне на лихвените равнища в страната и особено определянето на основния лихвен процент (ОЛП). През юни 1997 г. се реши, че ОЛП ще се определя на основата на най-активния финансов пазар - първичния пазар на ДЦК. Докато обаче в началото този пазар беше истински, с нормално търсене и предлагане, то по-късно, когато на

Министерството на финансите (МФ) се разреши да ползва финансиране пряко от траншовете по споразумението с МВФ, държавното съкровище беше и е в състояние да свива изкуствено търсенето и по този начин да регулира (абсолютно непазарно!) нивото на ОЛП. Стигнахме до парадокса ОЛП да пада под FIBOR - когато, теоретично погледнато, за да има приток на финансов капитал, ОЛП би трябвало да е FIBOR + рисковата наддавка за страната, която едва ли е по-малко от 3 процентни пункта. По този начин се постигат краткосрочни - може би даже късогледни - цели на бюджета, но това е пагубно за привличането на финансов капитал и желаното негово конвертиране в левове.

3. Силно се забави и при това се извърши в недостатъчна степен либерализацията на валутния режим. Либерализацията на капиталовите трансакции вън от страната е важна за чуждестранния инвеститор, защото той знае много добре анекдотичната дефиниция на Emerging Market (нововъзникващ пазар) - това е пазар, при който трябва да си готов да избягаш в случай на Emergency (спешен случай, критичен момент). При това положение и българският инвеститор живее в условията на "финансов концлагер" - практически не може да инвестира в чужбина, а в страната доходността не отговаря на риска, тъй като лихвите не са пазарни.

Изоставането в икономическото развитие на страната постепенно ще натрупва напрежение върху фиксираните на валутния курс и оттам - върху валутния борд. Затова както това управление, така и всяко следващо в близките години, трябва да направят максималното за постигане на съществен растеж на икономиката. А за постигане на това най-важна е съществената икономическа либерализация.

Във вътрешен план тази либерализация означава намаляване на ограниченията пред местния бизнес:

- Да се ограничат до възможния минимум споменатите вече административни ограничения пред бизнеса.
- Да се създадат икономически стимули за реинвестиране на печалбите както чрез предвижданите вече данъчни промени, така и чрез облекчаване и привличане на репатрирането на капитали.
- Незабавно да се смени порочната вече система за определяне на ОЛП. За това са възможни два подхода. Първият е да се търсят разговори с администрацията и БНБ, на които да се разяснява късогледството на сегашната политика - както по отношение на националната банкова система, така и по отношение на бъдещото развитие на икономиката на страната. Вторият е банките сами да постигнат ОЛП да се определя на базата на депозити, които се предлагат на междубанков пазар. Тактическата задача е с всички средства да се увеличават обемите на междубанковия пазар, за да има основа за търсене на промяна на методиката.

Във външноикономически план либерализацията означава:

- Създаването на лихвени и валутнорежимни условия за чуждестранните инвеститори, които да им осигуряват възвращаемост на вложените средства, по-висока от тази в други страни от Европа.
- В тези условия инвестирането на основата на предприсъединителните фондове може (и трябва) да действа като катализатор, но не и да бъде основен източник за приток на капитали, защото пак ще се генерира административност в управлението на икономиката.
- Да се прегледат условията на регистрационния режим на износа на капитал при БНБ. Инвеститорите се шегуват, че разрешителният режим при МФ е бил по-облекчен от регистрационния при БНБ.

**Вредата за България от излизането от валутен борд е значителна и неминуема**  
**Георги Ганев, програмен директор в Центъра за либерални стратегии**

По принцип е възможно кризата в Аржентина да повлияе на България по няколко начина. Първо, възможно е да се промени отношението на международната финансова общност към страните с валутен борд със съответните последици за България. Второ, свързано с първото, възможно е отношението към новопоявяващите се пазари да се промени, доверието да спадне със съответни последици за чуждите инвестиции и за възможността да се поемат разумни вътрешни рискове. Трето, и може би най-опасно, възможно е кризата в Аржентина да стане повод политически противници на режима на валутен борд да го атакуват успешно в България.

Но това, че по принцип е възможно, не означава, че е неминуемо или дори вероятно. Моето очакване е кризата в Аржентина да не повлияе на отношението на инвеститорите към страни с валутен борд. Страни с валутен борд като нашата са три - България, Естония и Литва. Те са мащабно, институционално и политически много различни от Аржентина, а и бордовете им за разлика от аржентинския имат ясна стратегия за излизане от режима при влизане в евро-зоната и това придава много по-голяма достоверност и стабилност на техните бордове. Глобалните пазари вече направиха ясно разграничение между Аржентина и тези три страни.

Категорично смятам, че България не трябва да излиза от валутния борд. Първо, самото съобщение за излизане на България от борда в разрез с предварително обявената от нея и приета от всички стратегия на излизане при приемане в евро-зоната означава шок на очакванията както вътре в страната, така и в глобалната финансова и инвестиционна общност. Всеки ще преразгледа всичко, което си мисли, че знае и очаква за България. Това е неминуема криза на очакванията, която неминуемо ще се превърне и в криза на реалните стопански процеси, дори и да е временна. Т.е. според мен евентуалната вреда за България от излизането от валутен борд е значителна и неминуема.

Срещу този неминуем разход от излизането стои хипотетичната възможност да се води парична политика, която да е “по-оптимална” от паричните процеси при валутен борд. Ситуация, при която дискреционна политика може теоретично да превъзхожда механизма на валутен борд, не изглежда много вероятна за България в средносрочна перспектива. Така че, дори да се случи, тази “оптимална” политика в случая на България ще означава почти пренебрежимо малко подобрене на стопанските процеси. Но личната ми преценка е, че вероятността в България да се обезпечи с качествени хора, да се утвърди и, най-важно, да бъде оставена на мира, институция, която да провежда “оптимална” парична политика, е изключително ниска, защото потенциалът



за корумпиране на една такава институция остава сериозен, т.е. според мен евентуалната полза от излизането от валутен борд е близка до нула.

Голяма и сигурна вреда срещу много евентуална, несигурна и малка полза, което обуславя и мнението ми.

За да не се случи в България това, което става в Аржентина, е необходима нормална политика на реформи: либерализация на все още затворени и монополизирани сектори; осигуряване на гъвкавост на различните ресурсни пазари - на капитал, труд, земя; по-нататъшно и неотклонно опростяване на стопанската среда, премахване на административни пречки и увеличение на прозрачността и предвидимостта на властовите решения; оптимизиране на консолидираните разходи, тяхното намаляване спрямо БВП, съчетано с намаляване и на данъчното бреме.

## **Поддържането на борда би имало тежки икономически и социални последици** **Проф. Иван Ангелов, Икономически институт на БАН**

Кризата в Аржентина не може да повлияе пряко на България, защото нашите икономики не са обвързани. Аржентина е по-скоро тревожна камбана за нас. Тази криза показва докъде може да се стигне, когато режимът на валутния съвет се прилага по-дълго от необходимото. Аржентинската криза може да бъде полезна за България, ако нашите власти извлекат поуки. Ако това не стане - тя ще се повтори и у нас. ВС е примитивен режим на управление, присъщ на XIX и началото на XX век, подходящ само за временно приложение в силно дестабилизиран икономики. ВС е реанимационен режим и нищо повече. Поради това на- времето предложих въвеждането на такъв режим (виж в "ПАРИ", 4 ноември 1996 г.), а в доклад пред научна конференция в Икономическия институт на БАН на 29 май 1997 г. посочих, че трябва да се прилага само няколко години. След постигане на необходимия минимум от финансова стабилност, възстановяване на доверието в институциите и в националната валута, той следва да се отмени. Ако режимът беше ефикасен, щеше да се прилага във всички страни. Прилагат го само няколко страни, и то безуспешно. Отношението на инвеститорите към България и досега беше много предпазливо. Световната финансова общност никога не е гледала на България като на сигурно място за инвестиции. Скромният инвестиционен поток е най-доброто доказателство. След кризата в Аржентина отношението ще стане още по-предпазливо, без непременно да се демонстрира открито.

Поддържането на ВС до присъединяването към ЕС и ИВС, т.е. още 6-8 години, би довело до много тежки икономически и социални последици. Този режим ще затруднява подготовката ни за присъединяване особено по икономическите критерии. Много е вероятно и у нас да се стигне до социален взрив подобен на аржентинския. Признаците вече са налице. Може да ги види всеки, който има социални сетива. Излизането от режима на ВС ще бъде по-трудно от влизането в него. То трябва да стане предпазливо и след добра подготовка. Ограниченията за БНБ да финансира бюджета и изпадналите в ликвидни трудности търговски банки следва да останат с леки модификации, а твърдо фиксираният обменен курс да се замени с пълзящ курс с изоставаща стъпка също към еврото. Този вид валутен режим съчетава управляемостта с гъвкавостта. Това може да започне от началото на 2003 г. Незабавното преминаване от фиксиран към свободно плаващ курс е опасно, защото ще се прояви ефектът на overshooting. Това ще породи инфлация с всички неблагоприятни последици. Едва след време може да се възприеме управляван гъвкав курс. След присъединяването ще се премине към евро.

Запазването на ВС в сегашния му вид не позволява да се води по-ефикасна икономическа и социална политика. Икономическите показатели на страните с ВС показват, че навсякъде има влошаване. Не е вярно, че резултатите от валутните съвети в Естония и Литва са добри. Който се съмнява, да проучи източниците, в т.ч. и последния годишен доклад на Европейската банка (Transition Report 2001, pp.138-141 and 170-173). Тези резултати са еднотипни с аржентинските.

**Нужна е много по-голяма либерализация на икономиката**  
**Д-р Николай Неновски, катедра “Финанси”, Университет за национално и**  
**световно стопанство**

Първо, това, което става в Аржентина, е само началото на събития, които предстоят да се случват. Да не забравяме, че там предстоят избори, а Аржентина е политизирана страна. “Недисциплинираността” на Аржентина има дълга история. Ще напомним само, че тя е една от първите страни, обявили мораториум по външния си дълг през 1890 г., и единствената страна, на която инвеститорите, а дори и собственото население не са вярвали, че ще се върне към правилото на златния стандарт в началото на ХХ век. Второ, погледнато внимателно, Аржентина никога не е имала нормално функциониращ паричен съвет. С течението на времето елементите на дискреция нарастваха и накрая единственото, което остана, беше фиксираният със закон валутен курс. Любопитно е да се спомене, че подобно на Хонконг около 90% от населението на Аржентина никога не е знаело и до днес не знае за съществуването на паричния съвет. Трето, Аржентина е типичен пример как твърдите бюджетно ограничения (доколкото те съществуваха в случая на Аржентина) не успяха да се разпространят по цялата верига на икономическа дейност и особено на ниво провинции. Четвърто, кризата в Аржентина показва, че всеки паричен режим е политически уязвим и че в крайна сметка смяната на паричния режим и изборът на нов са преди всичко политически процес и решение.

Директно влияние на събитията в Аржентина върху България няма. Физическите канали за въздействие са малко, ако се изключи каналът на външния дълг. По-опасно според мен е “отгъждествяване по набеденост”, че и ние сме ПС. Възможно е да има някакъв ефект върху чуждестранните инвеститори, но като цяло паричният режим е само един от факторите, които движат техните намерения. За мен винаги са били повече от значение политическите и геостратегическите фактори при инвестирането. Защото, ако погледнем непредубедено, големите инвеститори могат сами да си създадат валутния режим в регионите, където искат да инвестират. Самите те дифузират институционалните правила, а ние ги консумираме.

България категорично не бива да излиза от паричния съвет. А и не виждам кой би могъл да има рационален интерес това да стане. Като правя в момента политико-икономически разрез на всички икономически агенти в страната (домакинства, пенсионери, частни фирми, държавни фирми, които искат ги приватизират, политици, правителство, централна банка, ЕЦБ, международни кредитори), виждам, че техните интереси конвергират към запазване ПС. В този случай институционалната смяна на паричния режим е неосъществима. Това не отрича необходимостта от готовност за реакция при криза, още повече че, както много точно определи преди време Светослав

Гаврийски, икономиката днес е на психооснова. Кризите имат масово-поведенчески характер, те преминават през тълпите.

Политиката, която България трябва да следва, в общи линии е ясна - финансова дисциплина, внимателно управление на външния дълг и най-вече създаване на стимули за икономически растеж. Това, което обаче се подценява, е, че за да функционира плавно режим на фиксиран курс и особено ПС, е нужна много по-голяма либерализация на икономиката. В крайна сметка целта на паричния режим е да създаде условия за бизнес и в случая на България - да стимулира развитието на частната дейност. Това е и критерият, по-който трябва да се съди за ефективността на паричния режим. И накрая искам да разсея едно заблуждение, а именно, че ПС спъва растежа, защото дава ограничения на паричното предлагане. Това разбиране се базира върху количествената теория за парите ( $MV=PY$ ), която според мен не може да претендира, че е теория. Тя е едно счетоводно твърдение, зад което не се вижда нищо.

Какви са някои от причините горното обвинение да не е вярно:

1. Според един стар принцип на Кантийлон, Рикардо, а по-късно развит от Мизес и Ротбард, веднъж достигнала някакъв обем, паричната маса няма нужна повече да расте. Икономиката може да се развива дори с фиксиран обем парична маса (в историята, особено на златния стандарт е имало такива дълги периоди). Важно за растежа е не обемът на паричната маса, а нейната структура, както и пътищата на движението в икономиката. От значение за растежа са също така откъде влизат парите в икономиката и как са разположени различните групи икономически и политически агенти по веригата на движение на парите. Ясно е, че 100 лева при пенсионерите имат различен ефект върху растежа и инфлацията от 100 лева при държавния чиновник и 100 лева при съвестния частен предприемач.
2. При ПС централната банка предлага точно толкова резервни пари, колкото искат потребителите на пари. При широките пари може да има определен лаг, но там уравниливанията стават чрез покупателната способност на парите и отчасти чрез цената на другите активи (лихвен процент например). Ако се замислим обаче, дори при дискреционен режим ЦБ не може да влияе върху реалния обем на парите (определено от потребителите на пари), а само върху номиналния. Всяко дискреционно инжектиране на номинални пари разрушава цялата система от предпочитания и относителни цени в икономиката.
3. И накрая търсенето на пари е микроикономическа функция и зависи единствено от пределната полезност на парите, която е субективна за всеки индивид. Изобщо (а това е още по-вярно в условията на паричен съвет) е трудно да се говори за агрегирано предлагане и търсене на пари, реално може да говорим само за парична маса.



**Аржентина и България – А и Б на валутния борд  
(Интервю на Илиян Михов пред в-к “Дневник”, 8 януари 2002 г.)**

*Илиян Михов е завършил макроикономика в университета Принстън през 1996 г. Оттогава е професор в INSEAD, Франция - най-елитното бизнесучилище в Европа. Има научни публикации в областта на паричната политика, фискална политика и теория на парите. Тридесет и пет годишен, женен, с една дъщеря.*

**Какви са основанията за твърденията, че кризата в Аржентина е резултат от системата на валутния борд?**

- Искам да направя разлика между причината за срутването на борда в Аржентина и непоследователната политика, която правителствата там са провеждали. Валутният борд налага ограничения, с които всяко правителство трябва да се съобразява. Провеждането на непоследователна политика при друг паричен режим също води до влошаване на икономическото благосъстояние, но това се случва постепенно. При валутния борд всичко се срутва изведнъж и затова прави толкова силно впечатление.

При сравненията с Аржентина най-важният показател, който обикновено се цитира, е бюджетният дефицит. Ниският бюджетен дефицит у нас означава за много наблюдатели, че Аржентинската криза не може да бъде повторена тук. Но важният въпрос е защо нарасна бюджетният дефицит в Аржентина? Това, което наричам непоследователна политика, може би е била единствената социално приемлива за Аржентина. Ако погледнем данните през първите пет години от функционирането на валутния борд ще видим, че бюджетният дефицит там е по-нисък от този в България. Защо след 1995 г. правителството в Аржентина не успя да балансира бюджета? Причините са няколко, но най-важната като че ли е опитът за балансиране между недоволството "на пазара" и социалното недоволство. Тази дилема ще стои и пред българското правителство - дали да удовлетвори нарастващите искания на определени социални групи, които иначе биха могли да проявят недоволството си дори и в по-агресивна форма и така да доведе до по-висок дефицит или да се придържа към стриктна фискална дисциплина, каквато пазарите очакват.

**От това, което досега е показало правителството, как мислите, че то би разрешило подобна дилема, когато тя възникне по-остро и имат ли място опасенията, че аржентинският сценарий може да се повтори у нас?**

- Като имам предвид, че финансовият министър Милен Велчев и вицепремиерът Николай Василев идват от инвестиционни банки, за които финансовата дисциплина е приоритет номер едно, мисля, че докато те са в управлението, бюджетът ще бъде балансиран. Разбира се, в правителството може да има настроения за по-висок дефицит, но със сигурност тези министри ще се борят за балансиране на бюджета. Според мен не МВФ наложи нисък дефицит, а самият финансов министър искаше такъв и се бореше за това.

Иначе въпросът за повторение на аржентинската криза у нас трябва да бъде разглеждан по два начина. Първо, дали това може да се случи в момента и, второ, дали може да се случи по принцип.

През последните две седмици много анализатори представиха факти защо в момента в България такава криза не може да има - бюджетният дефицит е нисък, българският лев е привързан към еврото, а то през последните три години отслабва спрямо долара, което помага на българските износители на доларови пазари. Аз съм съгласен с тези аргументи. Но това не означава, че аржентинската криза не може да се случи в България по принцип.

**Как може да се избегне този риск, бюджетният дефицит за който говорите ли е единственият ключов фактор?**

- Разбира се, има и други фактори, които са важни, но бюджетният дефицит може да доведе до един ясно разбираем и порочен кръг. Дефицитът означава едно нещо - нарастване на вътрешния или външния държавен дълг. Когато има повече дълг, цената му пада, а тя е директно свързана с лихвения процент - когато цената е по-ниска, това означава по-високи лихви. При бързо нарастване на дълга лихвените проценти могат да достигнат толкова високи нива, че да затруднят останалата част от икономиката. Това ще доведе до спадане на икономическата активност и до по-ниски приходи за бюджета. Тоест ще доведе до по-голям бюджетен дефицит и така се стига до порочна спирала, която да завърши с криза.

Аржентинското правителство знаеше, че пазарът разбира тази схема, и се ангажира пред пазарите да спазва дисциплина във фискалната политика, като прие решение за



минимален бюджетен дефицит. Те се опитаха да спечелят доверието на пазара, като сами си вързаха ръцете с даденото обещание, но схемата работи само когато наистина останеш с вързани ръце. Нарушаването на обявеното решение за строга фискална дисциплина срути изцяло доверието в правителството.

Мексико също опита да играе подобна игра, като издаде голяма част от вътрешните си облигации в долари, с което искаше да покаже, че няма да девалвира песото, но когато всъщност през 1995 дойде кризата, този експеримент за печелене на доверие им струва много скъпо.

За България поуката е, че такива игри могат да се играят само когато си готов да стигнеш докрай. Иначе може да струва много скъпо.

**Кои са недостатъците на валутния борд, кое е това, което пречи на икономиката да се развива?**

- Активната парична политика, каквато в условията на борд не може да бъде провеждана, позволява на централната банка да регулира лихвените проценти, съобразно състоянието на икономиката. При рецесия, както например се случва последната година в САЩ, централната банка намалява лихвените проценти, за да могат потребителите да купуват при по-изгодни условия, което увеличава търсенето и стимулира икономиката. При валутния съвет икономиката се регулира единствено чрез вътрешните си механизми - промяна в цените според търсенето и предлагането. Това е бавен и болезнен за много фирми процес, който икономическата политика няма как да смекчи. В историята на човечеството има много малко случаи на падане на цени и те са свързани с най-големите икономически кризи - голямата депресия през 30-те години, японската криза през последните десет години, Аржентина през последните три години и т.н. Този процес на падане на цените също може да доведе до порочен кръг, тъй като когато това се случва, хората предпочитат да отлагат купуването на по-скъпоструващи стоки. Това свива търсенето и още повече затруднява производителите.

Ограниченията на валутния борд могат да се илюстрират с примера за карането на кола. Ако имаш възможност за провеждане на активна парична политика с натискане или отпускане на газта, успяваш да се движиш с постоянна скорост и да смекчиш неравностите по терена. Валутният съвет разчита на това автомобилът да се нагажда сам към терена.

**Тези аргументи бяха валидни и при въвеждането на борда у нас през 1997 г. Имали ли силни аргументи за отказа от тази система сега?**

- По принцип активната парична политика е за предпочитане пред валутния съвет. Факт е, че нито една развита пазарна икономика не се е лишила от нейните предимства. Проблемът е, че паричната политика има голям корупционен потенциал - много по-голям и много по-скъпо струващ за всеки един гражданин от корупционния потенциал на приватизацията например. Ако правителството успее да намери такива хора, които не са корумпирани и разбират какво става в икономиката, активната политика е по-добра. Но българският опит в периода 1990-1996 г. показва обратното - активната парична политика е водила до висока инфлация, срив на валутния курс, срив на банковата система. Важно е да се разбере, че това не е резултат само от чиста некадърност, а от силните стимули за обогатяване на близки до властта чрез паричната политика.

**Какво ще стане, ако еврото започне да поскъпва спрямо долара? Дефицитът по текущата сметка вече е тревожно голям, а икономиката като че ли не е в състояние да произвежда повече и по-конкурентни стоки?**

- Поскъпване на еврото ще доведе до затруднения за тези, които изнасят на доларови пазари - това са и износителите за арабските страни и Русия. При спад в износа се увеличава дефицитът в текущата сметка, който се влияе основно от разликата между вноса и износа. Дефицитът на текущата сметка означава, че икономиката трябва да намери валута, за да финансира по-високия внос. Източниците са условно казано три - валутният резерв, заеми от външни кредитори или чуждестранни инвестиции. Ако имаме няколко последователни години с дефицит, който води до намаляване на валутния резерв, това директно би повлияло на доверието към борда и би довело до финансова криза.

Надеждата е, че ще идват достатъчно чуждестранни инвеститори или че България ще бъде все така успешна при емисията на еврооблигации. Разбира се, очаква се, че след няколко години износът ще нарасне, за да не се стигне до кризи, подобни на аржентинската.

**Какво дава основания за подобни очаквания?**

- Не всеки дефицит означава икономическа слабост. Важно е да знаем какво стои зад дефицита по текущата сметка. Ако той е резултат от повишаване на вноса на

инвестиционни средства, то можем да очакваме подобрена конкурентоспособност в бъдеще, а тя би довела до подобряване на баланса по текущата сметка. В момента търговският дефицит на България е приблизително равен на вноса на инвестиционни средства. Разбира се, всяка мярка, която води до увеличаване на спестяванията в България, ще помогне за намаляване на дефицита по текущата сметка.

## **Честната и ясна фискална политика е страж пред борда ни**

(Интервю на Мартин Заимов, подуправител на БНБ пред в-к “Пари”, бр.5, 9 януари 2002 г.)

**Г-н Заимов, изненада ли Ви това, което стана в Аржентина – крах на валутния борд и девалвация на песото?**

- Не, не ме изненада, защото доста отдавна там имаше сериозни затруднения, касаещи както реалната икономика, така и политическата класа, която не можа да се справи с традиционни проблеми около управлението на държавните финанси, датиращи отпреди въвеждането на валутния борд.

**Има ли аналог аржентинската криза с развитието на България през последното десетилетие?**

- Да, тя е много подобна на това, което се случи у нас през 1996 г. И в двата случая става дума за лоша фискална политика. И сега, ако България започне да провежда непочтена фискална политика, ще последва Аржентина.

**Кои са другите основни причини за Аржентинската криза?**

- Освен лошата фискална политика, която безспорно е главната причина, има още няколко. Искам да уточня, че под фискална политика не бива да се разбира само лоша събираемост на данъци, а и харчене на повече пари, отколкото реално има.

**Как става това в условията на борд? Нещо изкривено като схема на борда ли има, различно от България?**

- Двата борда - в България и в Аржентина, са различни политически решения. Фискалната политика на Аржентина имаше сериозни проблеми заради фискалните дефицити в местните финанси. Ако българското общество си позволи подобни дефицити, каквито имаше между другото и през 1997 г., то кризата непременно ще дойде и при нас. Всяко домакинство, което харчи много повече, отколкото получава, рано или късно изпада в криза.

**Значи бордът в Аржентина позволяваше подобно разточителство?**

- Не, логиката е точно обратната. Бордът позволи 10 години стабилност при склонност на политическата класа да управлява държавните финанси по казания по-горе начин. Българските финанси, общо взето, се управляват доста почтено. Така че ние сме още много далеч от аржентинската ситуация. Лошото управление на държавните финанси съществува там от години и именно благодарение на възприетата парична система 10

години имаше стабилност, но в края на краищата ситуацията не беше овладяна. Валутният борд не можа да скрие некомпетентното и непочтено управление на държавните финанси.

**Г-н Заимов, валутният борд в Аржентина мина през два етапа - 5 години стабилност и след тях период на постепенна дестабилизация и задържаща роля по отношение на реалната икономика. Така че кризата според мен е закономерен резултат от противоречието между стабилността на паричната политика и задържащата роля на валутния борд по отношение на реалната икономика. Не се ли получи нещо подобно и през 1995-1996 г.? Аз твърдя, че основна причина за кризата в България тогава беше несъответствието между бурното развитие на финансовия и банковия сектор и непреструктурираната реална икономика, липсата на легитимни длъжници. Сега като че ли историята се повтаря. Все повече гласове се надигат срещу борда. Валутният борд вече е спирачка за развитието на България. Ние май вече навлизаме във втората аржентинска фаза - деструктивната роля на валутния борд?**

- Няма нищо специфично в нашата парична система - тя е една от няколко възможни. Основният извод, който имаме да правим, е не дали имаме валутен борд или друг тип управление на парите, а дали искаме да имаме твърди пари, или меки пари. Т. е. дали слагаме на първо място стабилността на валутата, или други критерии. Съвсем очевидно парите ни са стабилни. Дали това е благодарение на валутния борд, в случая няма значение. Въпросът е дали искаме да имаме стабилни пари. Дали това ще са нискоинфлационни левове или евро, които не се управляват по логиката на валутен борд, а по почтен и стабилен начин, което е трудно за нашите условия, защото сме малка и много отворена страна, няма значение. Но без външна котва е трудно. Преди хората у нас следяха валутния курс на БНБ като индикация за стабилността на лева. Но се оказа, че за нас е трудно да използваме вътрешни критерии за управление на нашите пари. Оттук нататък дали имаме валутен борд, или друг тип парична политика - важният извод е стабилни пари или не. Позволяваме ли девалвация на националната валута по отношение на външни твърди валути или не.

**Е да, но валутният борд на практика е липса на парична политика...**

- Разбира се, че не е това. Това е определен тип пасивна парична политика.

**Да, толкова пасивна, че се обезсмисля като понятие политика. При борда липсват всички основни лостове за парична политика.**

- Ако кажем това нещо, излиза безсмислено въвеждането на обща валута в 12 държави.

Но това се решава във Франкфурт. Ние в момента имаме същата парична политика като решената във Франкфурт. И още нещо - всяко предложение за промяна на паричната политика води след себе си най-вероятно до обезценка на нашите пари.

**Това е повече от нормално...**

- Не знам кое наричат нормално, но аз смятам, че това е много лошо. В момента, в който порочната власт в една държава позволи обезценка на собствената си валута, в този момент позволява обезценка на всички спестявания. С каква цел да бъдем толкова непочтени да позволим да се стопят спестяванията на българите, които на няколко пъти бяха обезценени - чрез девалвация и чрез фалити на банки или чрез фалита на държавата 1991 г.

**Как бихте обяснили връзката между подготовката за пускане на 100-левава банкнота и стабилността на националната валута, за която говорите? Според мен има рязко нарастване на стойността на средния купюр в обращение в резултат на обезценка на лева от инфлацията, което поражда необходимостта от по-висок купюр. Никой не печата по-висок купюр само заради идеята да го има.**

- Изборът на най-висок номинал е свързан с облекчаване на разплащанията за хора, които искат да ползват високи номинали. Подобен въпрос стоеше и пред Европейската централна банка, когато имаше страни, които за разлика от Германия нямаха толкова висок номинал и се спореше дали да съществува номинал от 500 евро.

**Да, но по-високият купюр при нас има икономическия смисъл, за който споменах по-горе, нали. Не може този акт да се обяснява с психологическа нагласа и желание на някой да държи в ръката си по-висок номинал.**

- Това, за което говоря, е само първата причина, която има икономически последиствия. Но все пак при наличието на банкнота в обединена Европа, равностойна на 1000 лева, и при условие че сме в много по-голяма степен интегрирани в ЕС, отколкото си мислим, логически би трябвало да имаме банкноти, които поне се доближават до техните. Това е първата причина. Другата причина е в купюрния строеж на банкнотите, които в момента са в обращение. От общата сума на парите в обращение, които са 3.2 млрд. лв., 55% са покрити с банкноти от 50 лева. Има един емпиричен принцип в централното банкиране, според който когато най-високият номинал покрие над 50% от банкнотното обращение, трябва да се отпечата по-висок номинал.

**Но какъв е икономическият смисъл на това движение? Според мен инфлацията**

### **изтласква стойността на най-използвания купюр нагоре?**

- Не, това няма нищо общо с инфлацията. Просто се увеличава паричната маса и повече хора използват тези банкноти. Според мен няма основание да се твърди, че това нещо се случва заради инфлацията. А и ежедневните ни покупки не се извършват с петдесетолевки. Те служат за големи покупки - коли, апартаменти, скъпи вещи, търговски разплащания.

### **Нека да се върнем на Аржентина. Моля Ви да очертаете основните причини за краха на борда там.**

- Главната причина се крие в недисциплинираните държавни и местни финанси. Втората причина е много голямата обвързаност на аржентинската икономика с бразилската - повече от 30% от търговския ѝ баланс. Бразилия девалвира валутата си преди 2 години и това имаше много сериозни последици. Аргументите за скъпия долар по отношение на еврото също са състоятелни. Износът на Аржентина за страни, с които не търгува в долари, стана по-неконкурентен. И това са все неща, които по един или друг начин не се отнасят за България.

### **Кризата в Турция не играе ли ролята на Бразилия по отношения на Аржентина за нас?**

- От една страна, делът на Турция в търговския ни обмен не е чак толкова голям, а от друга - стокообменът ни се извършва предимно в твърда валута.

### **А какво влияние тогава оказва високият долар върху българския износ?**

- Нашият обмен в евро е много голям и напълно компенсира негативите от високия долар. Да не говорим, че доларът за нас има напълно уравновесено значение по отношение на вноса и на износа, защото имаме еквивалентен стокообмен в долари. Различни хора биват повлияни от това, но като цяло нещата се балансират. Основният ни внос, деноминиран в долари, е този на енергийни източници, а от друга страна, голяма част от износа ни, деноминиран в долари, е за страни извън еврозоната - така че влиянието се компенсира.

### **Все пак не се ли обезценява идеята за валутен борд, след като се срива пред очите на света паричната система на една огромна латиноамериканска икономика.**

#### **Защо сме едни от най-ревностните защитници на борда?**

- В никакъв случай не сме. Има редица анализатори, ревностни критици на тази система, каквито няма в другите страни с борд - нито в Естония, нито в Хонконг, нито в по-малките още дузина страни с подобни системи. Ние сме едно странно общество,

което се концентрира с негативен патос върху успехите си и много рядко се опитва да обясни неуспехите си и въобще не се концентрира върху тях. Това за мен е необяснимо.

**Красен Станчев казва, че ако не се промени политиката на правителството, опасностите пред българския валутен борд са напълно реални. Абстрахирайте се от факта, че сте шеф на валутния борд, и погледнете развитието на цялата икономика и влиянието на борда върху нея.**

- Няма как да се абстрахирам от отговорностите, които имам, до момента, до който ги имам. Аз не мога да взема публично позицията на външен наблюдател. Това не можете да искате от мен. Второ, външните наблюдатели са по-свободни да изказват критични мнения.

**Да, те са по-свободни от вас да изказват мнението си.**

- Да, така е. Но аз нямам специална критика към политиката на сегашното правителство. Казвам го съвсем откровенно. Това, което е важно за паричната политика, е държавните финанси да се управляват дисциплинирано и това се прави. Оттук нататък всичко друго са политически решения. Дали да се облекчи състоянието на социално слабите или на фирмите, които създават национално богатство, е въпрос на политически избор. Това аз нямам основание, нито се чувствам компетентен да коментирам. Важното за сюжета на нашето интервю е дали българските правителства се отнасят дисциплинирано към държавните финанси. Отговорът е да. Между другото отговорът е да и за много правителства преди 1997 г. Значи това съвсем не е достатъчно. Значи са необходими огромни усилия от всички българи за това българската икономика да се модернизира. Моето мнение обаче на човек, който е бил в частния сектор и който го познава добре, е, че българската икономика е напълно различна от това, което беше преди 10 години. Как по-нататък ще се развива, е предизвикателство пред всяко правителство и всяка централна банка. Към днешна дата аз не виждам рискове.

**Допълнителната гаранция винаги е МВФ. С МВФ ще бъдем, докато има борд, а борд ще има, докато влезем в ЕС. Това ли е вашето виждане?**

- Категорично да. Това е в интерес на всички българи. Всяко друго предложение съдържа зле прикрит интерес на определена група от хора. Моята роля е да защитавам интересите на всички българи. МВФ не е истински ограничител нито на българската политика, нито на българското стопанство. Истинското препятствие сме самите ние. МВФ е единствено един оценител на качество. Това, че той налага нещо на България, е погрешна идея.



**Е, г-н Заимов, публична тайна е, че в миналото, сега вече по-малко, МВФ е в ролята на последна инстанция...**

- От гледна точка на моя опит при контактите с тях не мога да твърдя подобно нещо.

**Да, но грубият фискализъм, насаден ни от МВФ, е факт...**

- Наличието на груб фискализъм трябва да се мери с липсата на груб фискализъм. Трябва да има предложение за друга форма, което да е комплексно и да издържа на критиките на всеки анализатор, а не само на МВФ. При липсата на такава алтернатива да се твърди, че фондът нещо е наложил, е малко пресилено.

**Не е пресилено, защото предизборните лозунги на НДСВ нямат нищо общо с реалната му политика след мисията от последна инстанция на МВФ.**

- Не желая да коментирам никакви политически решения.

**Но аз твърдя, че МВФ е лош консултант.**

- Може и така да е, но преди да се откажем от него, трябва да намерим друг - по-добър. Има страни, които директно работят с ЕС. Дали е по-добро, трябва да се дискутира.

**Да завършим с това: валутният борд според вас оказва позитивно влияние върху реалната икономика.**

-Да.

**Нищо ли след Аржентина не ви притеснява?**

- Не.